

**A RELEVÂNCIA DO JUSTO VALOR: ENTIDADES COM TÍTULOS COTADOS
NAS BOLSAS DE LISBOA E DE MADRID**

José Carlos Rocha da Veiga
Estudante do Curso de Mestrado

Joaquim Sant'Ana Fernandes
Professor na Universidade do Algarve

Cristina Isabel Ramos Gonçalves
Professora na Universidade do Algarve

Área temática: A) Información Financiera y Normalización Contable

Palavras chave: Justo valor, valor de mercado, Bolsa de Madrid, Euronext Lisbon

A RELEVÂNCIA DO JUSTO VALOR: ENTIDADES COM TÍTULOS COTADOS NAS BOLSAS DE LISBOA E DE MADRID

Resumo

Com este trabalho pretende-se identificar em empresas ibéricas os fatores associados à utilização do justo valor e determinar se influencia o valor de mercado. Os resultados revelam que apenas 19% da amostra utilizam o justo valor, com maior expressão nas portuguesas (35% contra 11%). As propriedades de investimento e o país têm uma influência positiva na utilização do justo valor e o mercado acionista é favorável à sua utilização setorial, reagindo negativamente para uma utilização mais generalizada (Portugal), dando argumentos para quem defende que a relevância das estimativas do justo valor depende da confiança atribuída pelos investidores.

Resumen

Este trabajo tiene por objeto identificar en empresas ibéricas los factores asociados con el uso del valor razonable y determinar si esto influencia el valor de mercado. Los resultados muestran que sólo el 19% de la muestra utiliza el valor razonable, con mayor expresión en el mercado portugués (35% vs 11%). Propiedades de inversión y el país tienen una influencia positiva en el uso del valor razonable y el mercado de valores es favorable a su utilización sectorial, reaccionando negativamente a un uso más generalizado (Portugal), dando argumentos a los que sostienen que la pertinencia de las estimaciones del valor razonable depende de la confianza depositada por los inversores.

1. INTRODUÇÃO

Apesar dos esforços dos organismos normalizadores para obter uma maior comparabilidade da informação financeira, prevalecem diversas áreas onde persiste a polémica sobre as medidas mais adequadas. A utilização do justo valor (JV) ou do custo histórico (CH) como critérios de mensuração é um dos aspetos onde não existe consenso sobre a que melhor representa a informação financeira.

É objetivo deste estudo determinar em que medida a adoção pelo JV é influenciada por determinados fatores e se essa informação é incorporada na avaliação dos investidores quanto ao preço das ações. Este estudo segue a abordagem positivista (Watts e Zimmerman, 1990). Neste contexto realiza-se um estudo empírico, cujo objeto são as entidades com valores cotados nas bolsas de Lisboa e *Madrid*, período 2007-2013. Como as opções contabilísticas são influenciadas por diversos fatores, introduz-se no estudo um conjunto de variáveis relativas às características internas das entidades (nomeadamente dimensão, indicadores de desempenho e endividamento), assim como fatores de natureza estrutural (setor e país onde as colocam os títulos à cotação). A informação foi retirada dos relatórios e contas consolidadas.

Conclui-se que propriedades de investimento e o país têm uma influência positiva na utilização do JV e o mercado acionista é favorável à sua utilização setorial, reagindo negativamente para uma utilização mais generalizada (Portugal), dando argumentos a quem defende que a relevância das estimativas do JV depende da confiança atribuída pelos investidores.

O aspeto inovador deste trabalho é a introdução da variável cultura, medida pela *proxy* país (Portugal e Espanha), como variável explicativa e a utilização do valor de mercado como determinante da utilização do JV.

Além desta introdução, expõe-se o enquadramento teórico no capítulo 2, o estudo empírico no 3 e nos capítulos 4 e 5 apresenta-se os resultados e as conclusões, respetivamente.

2. ENQUADRAMENTO

Desde sempre a contabilidade assentou na noção de CH e esta opção baseava-se no facto de ser, ou parecer, o meio mais fiável de satisfazer o requisito da objetividade (Pinto, 2013). Como vantagens são apontadas a objetividade, prudência, consistência e fiabilidade, porque suportado em documentos, conforme defendem Ferreira (2009), Guimarães (2000), Gouveia (2009), Benau e Grima (2002) e López (2005). Os inconvenientes apontados prendem-se com a desatualização de um valor ligado ao passado, não contar com a inflação, não reconhecer o valor atual do mercado, pelo que será pouco relevante (Guimarães, 2011; Pinto, 2013 e López, 2005). Autores, como Ferreira (2009), Sá (2008), García e Fernández (2007), Bastos (2009) e Galera (2005) defendem que a mensuração pelo JV, quando assenta na informação de peritos, pode ser manipulada. Esta subjetividade também é apontada como sendo o fator negativo por Ferreira (2009) e Rua (2013). Guimarães (2008), Whittington (2008) e Marques (2007) afirmam que o JV é volátil e pode ser sujeito a manipulação por parte de gestores que promovam a teoria da agência em seu benefício.

A utilização do JV e dos seus impactos têm sido alvo de diversos trabalhos de investigação. Entre os estudos sobre o JV é de destacar os trabalhos que procuram

aferir o grau de adesão. Com este objetivo destaca-se as conclusões de Conceição (2009) e Teixeira, Fernandes, Gonçalves e Pereira (2013) que evidenciam que as empresas optaram maioritariamente pelo CH. Já Dinis (2013) conclui, que apesar da maioria das empresas ter optado pelo CH (60%), a diferença não é significativamente diferente. Em sentido contrário, Arrenega (2012), Muller, Riedl e Sellhorn (2008) concluem que as empresas optaram maioritariamente pelo JV. No entanto, Barros (2013) conclui esta opção só é estatisticamente significativa nas empresas do sector financeiro. Também Costa (2014) constatou que, das empresas que incluem o setor imobiliário como uma das atividades principais, 66,7% adotaram o JV, confirmando a relação entre a utilização do JV e determinados setores.

No que concerne a estudos que introduzem o fator cultural ibérico (*proxy* país) no estudo das práticas contabilísticas destaca-se os trabalhos de Fernandes, Gonçalves, Guerreiro e Pereira (2014) que concluíram existir diferenças significativas no reconhecimento das imparidades, sendo superiores em Espanha, Silva (2010) não evidencia diferenças entre os dois países e Selas (2009), que analisou as práticas de mensuração das empresas portuguesas com títulos cotados quanto às propriedades de investimentos (2005-2008), constatou que, das 75 observações, 39 correspondiam a empresas que utilizavam o CH e 36 o modelo do JV.

Fora do contexto ibérico, Costa (2014) analisou uma amostra de 44 empresas de cinco países europeus (Portugal, Espanha, França, Itália e Grécia), com títulos cotados nos principais índices bolsistas com propriedades de investimento e/ou ativos biológicos nos seus ativos. Conclui que a utilização do JV é maioritária para os ativos biológicos (7 em 9 empresas das quais 5 pertenciam ao setores de exploração agrícola e serviços relacionados) e reduzida (8 em 43) nas propriedades de investimento. Christensen e Nikolaev (2013) analisaram 275 empresas (124 inglesas e 151 alemãs) que detinham propriedades de investimento e concluíram que a utilização do JV tem pouca expressão e só é utilizado quando este está disponível e a baixo custo. Encontraram uma relação positiva entre utilização do JV e o país (Inglaterra) e concluíram que as empresas alemãs são mais propensas à utilização do CH. Concluem igualmente que o setor imobiliário é mais propenso a utilizar o JV. Lourenço e Curto (2008) analisaram empresas cotadas de quatro países europeus (França, Suíça, Inglaterra e Alemanha) não tendo encontrado diferenças significativas nas práticas de mensuração no que concerne às propriedades de investimento. Contudo a maioria das empresas (cerca de 82%) utilizavam o JV.

Alguns trabalhos centram-se nos ativos biológicos, para além de Costa (2014). Filho, Martins e Machado (2013) concluíram que a adoção do JV nos ativos biológicos era positiva e aproximava-se mais do valor de mercado. À mesma conclusão chegaram Argilés, Garcia-Blandon e Monllau (2011). Já Gonçalves e Lopes (2014) evidenciaram que a concentração das propriedades agrícolas tinha impacto positivo sobre as práticas de divulgação do JV dos ativos biológicos.

Destaca-se também alguns estudos que se concentraram na análise dos normativos e nos motivos da não opção pelo JV, mas sim pelo CH. Quagli e Avallone (2010) chegaram à conclusão que um dos impedimentos para a utilização do JV eram os custos de agência. Também constataram existir uma relação negativa com o rácio *market-to-book* e o rácio do endividamento. Identificaram como fator positivamente associado à opção a dimensão das entidades. Christensen e Nikolaev (2013) referem que 44% das empresas que utilizavam o JV, aquando da adoção das IAS, optaram pelo CH, justificando tal alteração por estas o considerarem mais adequado ao mercado. Por sua vez, Palavecinos (2011) concluiu que a objetividade do modelo do CH era insuficiente para fornecer informação mais transparente ao mercado e,

apesar do JV ter alguns riscos associados, devia ser utilizado, desde que bem explicado. Ao mesmo resultado chegaram Gómez, Hoz e López (2011) referindo que o JV facilita a comparabilidade. Suárez e Fernandez (2007) concluíram que existem fatores que afetam a adoção pelo JV, tais como o aumento dos custos políticos e de agência. Benau e Grima (2002) concluíram que os países mais desenvolvidos aderem mais facilmente a esta base de mensuração.

A crise financeira (2008) levou a que se analisasse se a mensuração pelo JV teria afetado as entidades pela negativa. Destacam-se os estudos de Barreto (2009) e Laux e Leuz (2009) que concluíram que a mensuração pelo JV colaborou para um diagnóstico mais rápido da crise. Estas conclusões retiraram argumentos às críticas que alguns autores elaboram sobre a contribuição do JV para a crise financeira (por exemplo Soto, 2012). O impacto do JV no valor de mercado das entidades é posto em causa por diversos autores, designadamente por Gonedes e Dopuch (1974) e Leftwich (1981) que concluíram que as regras contabilísticas não estão associadas ao preço das ações, exceto quando essas regras têm impactos económicos. Existem consequências económicas quando, em função de nova informação, existe impacto designadamente no *cash flow* das empresas. Nesta linha de investigação, Aboody, Barth e Kasznik (1999) analisaram o excedente de revalorização dos ativos fixos de empresas inglesas e confirmaram que estava positivamente relacionada com os resultados, *cash flow* operacional futuros e com o preço das ações. No mesmo sentido, Barth e Clinch (1998) verificaram que os ativos fixos tangíveis revalorizados de empresas australianas estavam associados com o preço das ações. Também provaram que o CH e o JV nas empresas não financeiras eram avaliados de forma diferente pelos investidores. Lourenço e Curto (2008) revelam a importância tanto do JV como do CH para o preço das ações. Encontraram diferenças significativas no que concerne à mensuração das propriedades de investimento ao JV entre empresas inglesas, francesas, alemãs e suíças, com títulos cotados. Considerando o país, encontraram uma relação positiva para o preço das ações para Alemanha, Reino Unido e Suíça e uma relação negativa para França. Já Li e Kyu (2010) concluíram pela relação entre as variações de JV e a flutuação do preço das ações das empresas chinesas. Selas (2009) constatou não haver diferenças significativas na cotação de empresas com títulos cotados em Lisboa no que concerne à utilização do CH ou do JV.

Diversos estudos têm analisado se a perda de valor dos ativos também têm implicações no mercado. Strong e Meyer (1987) concluíram que o anúncio da imparidade dos ativos originou uma opinião generalizada de que a reestruturação não tinha sido o suficiente para algumas empresas. Também Kvaal (2005); Xu, Anandarajan e Curatota (2011) e AbuGhazaleh, Al-Hares e Hddad (2012) concluíram que as imparidades do *goodwill* eram relevantes para o mercado. Já Albuquerque, Almeida e Quirós (2011) concluíram que o tamanho da entidade estava relacionado com o reconhecimento e divulgação das imparidades. Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) ao avaliarem a relevância dos ativos intangíveis e *goodwill* no mercado, após a entrada em vigor das IAS, constataram que existia uma associação positiva com o preço das ações, sendo o mais relevante o *goodwill*. Seguindo o mesmo raciocínio dos estudos anteriores, Fernandes e Gonçalves (2014) concluíram que o *goodwill* e respetivas imparidades são relevantes para o mercado, mas de forma diferenciada para as entidades que não integram o *Portuguese Stock Index 20*.

Face aos diferentes resultados pode-se concluir, como Landsman (2006), que, quer a divulgação, quer o reconhecimento do JV, são úteis para os investidores. Contudo essa utilidade depende de vários fatores designadamente das quantias reconhecidas, dos erros de estimativa e das suas fontes, que questionam a fiabilidade e confiança da informação.

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. Objetivos gerais e hipóteses de investigação

Os fatores associados à utilização do JV ou do CH são diversos e os estudos referidos permitem deduzir várias contingências associadas à sua utilização. Neste estudo analisa-se fatores associados à adoção do JV e se esta informação é assimilada no preço das ações. Definiram-se fatores explicativos de natureza externa (setor de atividade e mercado de capitais) e interna (a relevância das rubricas a analisar, firma de auditoria, política de dividendos, resultado líquido). Introduce-se o fator cultural para analisar em que medida justifica práticas contabilísticas diferenciadas entre países.

Define-se as seguintes hipóteses de investigação:

H1: A utilização do JV, como critério de mensuração dos ativos fixos tangíveis, intangíveis e propriedades de investimento está associado a variáveis de natureza interna e externa das entidades.

H2: A aplicação do JV influencia a perceção dos investidores e refletem-se no valor de mercado das entidades.

3.2. Universo e amostra

O estudo incide sobre uma amostra de 104 empresas com títulos cotados (35 da *Euronext Lisbon* e 69 da bolsa de *Madrid*). Ambas as amostras são estatisticamente representativas do universo (amostras aleatórias), considerando a exclusão do setor financeiro e segurador.

Os dados foram retirados das demonstrações financeiras consolidadas (2007-2013) recolhidos da página *web* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e da *Comisión Nacional de Mercado de Valores*. Os valores de cotação dos títulos foram recolhidos na página *web* da *Euronext Lisbon* e da bolsa de *Madrid*, considerando as datas de 31/12 e 31/3. Obtiveram-se 728 observações, dados em painel balanceado.

3.3. Variáveis

3.3.1. Variáveis dependentes

Definiram-se como variáveis dependentes para as duas hipóteses, tendo como critérios de seleção aquelas que traduzem o fenómeno em estudo e que tenham sido utilizados por outros autores. Para a hipótese 1 a variável dependente é dicotómica (*aplica_JV*), em que o 1 corresponde à utilização de JV em pelo menos uma das rubricas e o 0 à não utilização. Esta variável foi utilizada por Conceição (2009), Teixeira *et al.* (2013) e Dinis (2013).

Para a 2.^a hipótese definiu-se como variável dependente o logaritmo natural do valor de mercado (*log_mkt_val_d*), com referência ao final de cada ano. Esta variável tem sido utilizada em diversos estudos onde se procura associar o valor de mercado com determinadas variáveis dependentes, designadamente Fernandes e Gonçalves (2014), Albuquerque *et al.* (2011) e Strong e Meyer (1987).

3.3.2. Variáveis independentes

As variáveis independentes são as variáveis potencialmente explicativas da hipótese delineada e foram agrupadas em fatores a que se associa natureza diversa. Para

estimar o modelo subjacente à primeira hipótese foram consideradas as seguintes variáveis independentes:

- Ativos intangíveis (*a_intg*), que corresponde a uma das rúbricas analisadas em termos de aplicação do JV (IAS 38). Sinal esperado (+). Referências: Silva (2010).
- Logaritmo dos ativos fixos tangíveis (*log_AFT*), que corresponde a uma das rúbricas analisadas em termos de aplicação do JV (IAS 16). Sinal esperado (+). Referências: Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).
- Propriedades de investimento (*prop_inv*), que corresponde a uma das rúbricas analisadas em termos de aplicação do JV (IAS 40). Espera-se uma relação positiva porque a norma conduz implicitamente à obrigação da mensuração pelo JV. Sinal esperado (+). Referências: Fernandes *et al.* (2014) e Costa (2014).
- País × ativos totais (*país_ativos*), variável de interação entre a variável País [Portugal (1) ou Espanha (0)] e Ativo. Como variável de interação tem natureza exploratória, contudo a variável país tem sido utilizada em diversos estudos. Para determinar o país considerou-se o *International Securities Identification Number* com o prefixo PT (Portugal) e ES (Espanha). Sinal esperado (+). Referências: Lourenço e Curto (2008), Silva (2010), Christensen e Nikolaev (2013), Costa (2014) e Fernandes *et al.* (2014).
- Setor × ativos (*setor_ativos*), variável de interação entre o setor (variável dicotómica onde bens transacionáveis (1) e não transacionáveis (0) e a variável Ativo. Apesar da variável de interação ter natureza exploratória o setor tem sido utilizado como variável explicativa em diversos estudos. Sinal esperado (+). Referências: Dinis (2013), Argilés *et al.* (2011), Christensen e Nikolaev (2013) e Costa (2014).
- Auditores (*audit*), por se entender que as empresas multinacionais de auditoria, denominadas de *big4* serão mais exigentes com os clientes no que diz respeito à aplicação criteriosa das normas. É uma variável dicotómica onde um (1) corresponde às sociedades *big4* e zero (0) às restantes. Sinal esperado (-). Referências: Teixeira *et al.* (2013) e Gonçalves e Lopes (2014).
- Cotação da entidade no ano anterior [*cot_dez (n-1)*], que pretende determinar em que medida a opção JV é influenciado pelo valor de mercado. Sinal esperado (-). Referências: Muller *et al.* (2008), Teixeira *et al.* (2013), Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).

Para estimar o modelo subjacente à segunda hipótese considera-se como variáveis independentes as que resultam não só de estudos anteriores como da introdução de algumas variáveis de natureza exploratória:

- Logaritmo natural do ativo (*ln_ativo*): O ativo é utilizado genericamente como uma *proxy* da dimensão da entidade, associado à expectativa de benefícios económicos futuros, factos que justificam a relação positiva esperada entre esta variável e o valor de mercado das entidades. Sinal esperado (+). Referências: Watts e Zimmerman (1990), Conceição (2009), Quagli e Avallone (2010) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Market-to-book [*mkt_book_1T(n-1)*]: Rácio que compara o valor de mercado com o valor contabilístico, referido ao ano n-1:

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor contabilístico}}$$

com Valor de mercado = cotação (31 mar n-1) x número de ações e Valor contabilístico = Capital próprio em n-1.

A introdução de um *lag* de 1 ano explica a hipótese de que o valor de mercado do ano n é influenciado pelo ano anterior. Diversos estudos, que não relativos à temática do JV, introduzem esta variável e chegaram à conclusão que fornecia informação incremental para o mercado. Sinal esperado (+). Referências: Aboody *et al.* (1999).

- Aplicação do JV por país (pais_aplica_JV): Resulta da interação entre a variável país (Portugal = 1; Espanha = 0) e a variável aplica_JV, também dicotómica (aplica JV = 1; não aplica = 0). Como variável de interação tem natureza exploratória, contudo a variável país tem sido utilizada em diversos estudos porque admite-se comportamentos diferenciados por país. Sinal esperado (+). Referências: Lourenço e Curto (2008), Silva (2010), Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).
- Aplicação do JV por setor (setor_aplica_JV): Variável que resulta da interação entre a variável Setor (Bens transacionáveis = 1; Bens transacionáveis = 0) e a variável aplica_JV. De acordo com Watts e Zimmerman (1990) empresas do mesmo setor tendem a adotar estratégias de divulgação que entendem ser as mais adequadas para a especificação desse setor. Sinal esperado: não definido. Referências: Watts e Zimmerman (1990) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Distribuição de dividendos (distr_divid): Variável dicotómica onde Distribui dividendos = 1; Não distribui dividendos = 0. Os dividendos refletem a política de remuneração dos acionistas e transportam sinais da gestão que podem influenciar o preço das ações (Nitta, 2006). Diversos estudos, que não relativos à temática do JV, analisaram esta relação sendo expectável uma relação positiva entre o retorno obtido por esta via e o valor futuro das entidades. Sinal esperado (+). Referências: Variável exploratória.
- Resultado líquido (RL): O RL representa o desempenho pelo que se espera uma relação positiva com o valor de mercado. Sinal esperado (+); Referências: AbuGhazaleh *et al.* (2012), Xu *et al.* (2011) e Oliveira *et al.* (2010).
- Passivo corrente (passivo_corr): O passivo representa o endividamento bruto. Estuda-se o impacto do passivo de curto prazo, que se relaciona diretamente com a pressão na tesouraria, admitindo-se uma relação negativa face ao valor de mercado. Sinal esperado (-); Referências: Kvall (2005), Selas (2009), Albuquerque *et al.* (2011) e Christensen e Nikolaev (2013).
- Os interesses maioritários (int_maiorit): Refletem a concentração de capital no acionista dominante, por oposição aos interesses minoritários. Astami e Tower (2006) defendem que quando existe um alto nível de concentração de propriedade, esses acionistas podem exercer influência sobre o relato de informação financeira. Pelo contrário, quando a estrutura de propriedade é difusa, os gestores têm maior oportunidade para o exercício da discricionariedade sobre as escolhas contabilísticas. Admite-se que os investidores associam uma maior concentração a uma maior credibilidade da informação contabilística, com impacto positivo no preço das ações. Sinal esperado (+). Referências: Conceição (2009).

3.4. Modelos

Na primeira hipótese, face à dicotomia da variável dependente, definiu-se um modelo de regressão multivariada *logit* para dados em painel, que permite obter a probabilidade de uma dada observação pertencer a um conjunto determinado, em função do comportamento das variáveis independentes.

$$aplica_JV_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 a_intag_{it1} + \beta_2 log_AFT_{it2} + \beta_3 prop_inv_{it3} + \beta_4 audit_{it4} + \beta_5 setor_ativos_{it5} + \beta_6 país_ativos_{it6} + \beta_7 cot_dez_n-1_{it7} + \mu_{it}$$

onde $i = 1, \dots, 104$, $t = 2007, \dots, 2013$ e μ_{it} representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de i e de t .

Na segunda hipótese - relação entre o valor de mercado e um conjunto de variáveis potencialmente explicativas - define-se um modelo econométrico de regressão multivariada para dados em painel:

$$log_mkt_val_d_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 ln_ativo_{it1} + \beta_2 mkt_book_1T(n-1)_{it2} + \beta_3 país_aplica_JV_{it3} + \beta_4 setor_aplica_JV_{it4} + \beta_5 distr_divid_{it5} + \beta_6 RL_{it6} + \beta_7 passivo_corr_{it7} + \beta_8 int_maiorit_{it8} + \mu_{it}$$

onde $i = 1, \dots, 104$, $t = 2007, \dots, 2013$ e μ_{it} representa o erro ou distúrbio idiossincrático porque varia ao longo de i e de t .

4. RESULTADOS

4.1. Caracterização da amostra

As empresas foram agrupadas em dois setores: bens transacionáveis (73) e não transacionáveis (31). Analisa-se no quadro seguinte a utilização do JV, detetando-se, em termos absolutos, uma utilização semelhante entre os dois setores (entre 17 e 19%), mas distinta no tipo de ativos em que o mesmo é utilizado.

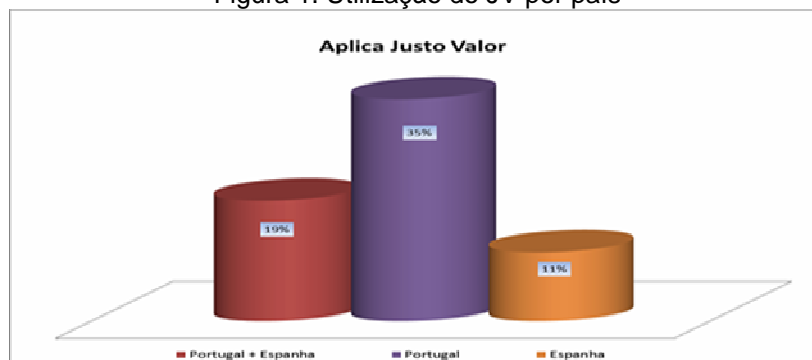
Tabela 1. Utilização do JV por setor

Tipo Setor	Aplica_JV	JV_AFT	JV_INT	JV_PI
Bens não transacionáveis (217 obs.)	42 (19,4%)	28 (12,9%)	0	21 (9,7%)
Bens transacionáveis (511 obs.)	88 (17,2%)	29 (5,7%)	31 (6,1%)	43 (8,0%)

Nota: Várias empresas utilizam o JV em mais do que uma categoria de ativos

Considerando o país confirma-se a maior adesão das empresas portuguesas (35%) face às espanholas (11%).

Figura 1. Utilização do JV por país



As empresas também apresentam diferenças, por país, quanto ao tipo de ativos em que utilizam o JV, diferenciando-se as espanholas numa maior utilização nos ativos intangíveis.

Tabela 2. Utilização do JV por país e tipo de ativo

PAÍS	Aplica_JV	JV_AFT	JV_INT	JV_PI
Portugal	78 (60%)	50 (88%)	7 (23%)	43 (67%)
Espanha	52	7	24	21
Total	130	57	31	64

Nota: Várias empresas utilizam o JV em mais do que uma categoria de ativos. Percentagens calculadas com base no total.

Como se pode constatar, são as propriedades de investimento onde o JV surge com maior frequência, facto ao qual não será estranho a norma exigir a sua utilização como critério de mensuração ou, em alternativa, a divulgação em anexo, pelo que as entidades terão que suportar, nas duas alternativas, os custos associados à sua obtenção. Por outro lado, os ativos intangíveis têm menor frequência de utilização do JV, o que pode ser explicado pelo facto da IAS 38 impor a existência de um mercado ativo para a utilização dessa opção.

4.2. Modelos estimados

4.2.1. Aplicação do justo valor

Para averiguar se a regressão está corretamente especificada, utilizou-se o *linktest* (Pregibon, 1980). Este teste cria duas variáveis, a *hat* (variável de previsão) e a *hatsq* (quadrado da variável de previsão). Para o modelo ser aceitável o *p-value* da variável *hat* deve ser significativo enquanto o *p-value* da *hatsq* deve ser superior a 0,05. Os resultados obtidos permitem considerar que o modelo especificado é aceitável e que 26,82% da variável dependente é explicada pelo modelo.

Tabela 3. Teste de adequação do modelo

APLICA_JV	COEF.	STD.ERR.	Z	P>Z	REGRESSÃO LOGIT
_HAT	.9585967	.1415648	6.77	0.000	Number of obs = 624
_HATSQ	-.0287047	.0533114	-0.54	0.590	LR chi2(2) = 162.23
_CONS	.0176598	.2022799	0.09	0.930	Prob > chi2 = 0.000
					Pseudo R2 = 0.2734

A adequação do modelo também foi comprovada pelo teste de Hosmer-Lemeshow

(χ^2 (8) = 14.26; *p-value* = 0.0752) (Hosmer, Lemeshow e Klar, 1988). No sentido de

aferir se as variáveis estão bem classificadas, foi utilizado o comando *estatistic classification* do *software* estatístico Stata (Hosmer, Lemeshow e Sturdivant, 2013) cujos resultados indicam que 85,58% das variáveis estão corretamente classificadas.

Os dados em painel fornecem três tipos de modelos estatísticos: *pooled*, efeitos fixos

e de efeitos aleatórios. O resultado do teste da máxima verosimilhança (χ^2 (01) =

327.25; *p-value* = 0.000) justifica a utilização do modelo *logit* com dados em painel.

Pelo teste Hausman ($\chi^2 (4) = 0,0$; $p\text{-value} = 1,000$) constata-se que o modelo de

efeitos aleatórios é o mais adequado, em detrimento do modelo de efeitos fixos, pelo que foi este o utilizado.

Para analisar se o modelo definido foi adequado para explicar o comportamento da variável dependente, recorreu-se ao teste Wald e ao teste da máxima

verossimilhança. O valor do teste Wald ($\chi^2 (7) = 47.51$; $p\text{-value} = 0.0000$) e do teste

da máxima verossimilhança (LR $\chi^2 (7) = 25.44$; $p\text{-value} = 0.0006$) revelaram um bom

ajustamento do modelo.

O resultado da estimação apresenta-se na tabela seguinte:

Tabela 4. Coeficientes e significância (H1)

aplica_JV	Coeficientes	e^B	Z	P>z
a_Intg	-.0086708	.9913667	-1.17	0.244
log_AFT	1.055062	2.872153	1.15	0.252
prop_inv	.0258633	1.026201	3.28	0.001
país_ativos	.0052698	1.005284	3.96	0.000
setor_ativos	-.0095001	.9905449	-5.44	0.000
auditores	-2.688456	.0679858	-1.24	0.214
cot_dez L1.	-.5816946	.6618292	-1.93	0.053

N.º de observações = 624¹
N.º de grupos = 104

Wald $\chi^2(7) = 47.51$; $p\text{-value} = 0.0000$

Pelos resultados pode-se constatar que, para um nível de significância de 5% (5,3% no caso da cotação), a hipótese geral foi validada e diversas variáveis estão significativamente associadas à opção do JV.

As propriedades de investimento são explicativas da utilização do JV confirmando os resultados de Teixeira *et al.* (2013). Estes resultados também vão ao encontro dos de Selas (2009) que confirmou que uma percentagem significativa (48%) das empresas com títulos cotados (portuguesas e espanholas) com propriedades de investimentos utilizava o modelo do JV. Christensen e Nikolaev (2013) constataram que enquanto apenas 3% das empresas revalorizavam os seus ativos fixos tangíveis, mas que metade das propriedades de investimento eram mensuradas ao JV. Já Costa (2014) encontrou uma reduzida percentagem de aplicação do modelo do JV nas propriedades de investimento, resultados que vão em sentido contrário aos obtidos. Os restantes ativos (fixos tangíveis e intangíveis) surgem como não

¹ A utilização de o lag de um ano na variável Cotação, retirou da observação 104 dados correspondentes a um ano/empresa.

relevantes para o modelo do JV, assim como o papel das sociedades de auditoria na sua opção.

O país (Portugal) surge associado com o sinal positivo esperado. Constatou-se que as empresas portuguesas têm uma prática de utilização do JV muito superior às espanholas (35% contra 11%) pelo que se considera fundamentada a existência de práticas mais conservadoras e prudentes no país vizinho, naturalmente fruto de uma cultura contabilística mais suportada nesses valores. Benau e Grima (2002) concluíram que o país influenciava positivamente a escolha pelo modelo JV. No estudo de Costa (2014) nenhuma das empresas espanholas da amostra utilizavam o JV, enquanto em cerca de metade das portuguesas utilizavam (propriedades de investimento).

Os ativos associados ao setor de atividade (bens transacionáveis) assim como a cotação das ações estão relacionados com o JV com sinais negativos. Interpreta-se o resultado como um comportamento condicionado das empresas às práticas dominantes do setor, fenómeno explicado à luz de diversas teorias, designadamente a teoria institucional. A variável cotação apresenta o sinal esperado, na medida em que é espetável que entidades em que o mercado já reconhece o seu valor intrínseco, não utilizem ajustamentos do ativo para obter imagens mais favoráveis, sujeitando-se ao juízo dos investidores sobre a qualidade desses ajustamentos.

Confirma-se a relevância do setor como variável explicativa. A relação negativa encontrada esclarece que nas entidades dos setores de bens transacionáveis o mais provável é não utilizar, de forma significativa, o JV. Em sentido contrário Dinis (2013) concluiu que a variável setor tinha influência positiva na opção pelo JV. Os estudos de Costa (2014) e Christensen e Nikolaev (2013) também vão no mesmo sentido. No caso em estudo, conclui-se que esta utilização é pouco expressiva no contexto do universo das empresas, pelo que o resultado obtido espelha as preferências pelo CH.

Pode-se concluir que os resultados são consistentes com os de outros estudos e que a adoção pelo modelo do JV é influenciado não só pelas práticas contabilísticas dominantes sectorialmente, como existe forte influência do fator cultural, consubstanciado na variável país. Também se confirma que a utilização do CH prevalece sobre a do JV e que este é utilizado preferencialmente em subconjuntos de ativos, em associação com determinados setores de atividades.

4.2.2. Aplicação do JV e valor de mercado

Para testar a hipótese da relevância da aplicação do JV e restantes variáveis independentes no valor de mercado das entidades analisou-se se o modelo funcional se mostrava adequado e qual o estimador a utilizar. O teste RESET² (Ramsey, 1969) verifica a linearidade da relação entre regressores (Ferreira, 2010) e permite confirmar a correta especificação da forma funcional do modelo proposto ($F(3, 611) = 2.08$; $p\text{-value} = 0.1022$).

No que se refere ao modelo de estimação pode-se considerar 3 modalidades: *pooled*, efeitos aleatórios ou de efeitos fixos. O teste LM de Breusch-Pagan (1980) com um

² *Regression Equation Specification Error Test.*

valor de $\chi^2 (1) = 461.13$; $p\text{-value} = 0.0000$ permite rejeitar a hipótese nula pelo que o

modelo de efeitos aleatórios é mais adequado do que o *pooled*. Para decidir entre a utilização do modelo *pooled* e efeitos fixos utilizou-se o teste F cuja hipótese nula é de que coeficientes associados aos anos são nulos. Para um $F (103,511) = 12.24$ e um $p\text{-value} = 0.0000$ permite rejeitar essa hipótese, pelo que o modelo de efeitos fixos é de aceitar.

Para decidir entre os modelos de efeitos aleatórios e efeitos fixos utilizou-se o teste

de Hausman. Para um $\chi^2 (6) = 153.69$ e um $p\text{-value} = 0.0000$ optou-se pela

utilização do modelo de efeitos fixos. Os testes de diagnóstico evidenciaram a

presença de heteroscedasticidade [teste modificado de Wald ($\chi^2 (104) = 1417.62$; $p\text{-}$

$value = 0,000$)] e de autocorrelação dos resíduos (teste de autocorrelação de Wooldridge para dados em painel com um $F (1, 103) = 113.687$ e um $p\text{-value} < 0,000$). Para testar a possível multicolinearidade das variáveis independentes foi calculado o VIF (*variance inflation factor*). A literatura evidencia que quanto mais próxima de zero estiver VIF, menor será a multicolinearidade. Os resultados indicam ausência de multicolinearidade dado que $VIF < 10$ e a tolerância superior a 0,1. Dada a presença de autocorrelação dos resíduos e de heterocedasticidade o modelo foi estimado com a opção *robust* por forma a acomodar a resolução destes problemas (Drukker, 2003).

Numa análise preliminar confirma-se que todas as variáveis incluídas no modelo estão correlacionadas significativamente (nível de significância de 5%) com a variável dependente (valor de mercado). De notar que a variável com maior índice de correção (*r de pearson*) é o ativo, seguida do passivo corrente, este com sinal diferente do esperado.

Tabela 5. Tabela de correlações

	LOG_MK TV	LN_ATI V	MKT_BOO K	PAIS_AP LIC	SETOR_ APLI	DIST_D IV	RL	PASS_C ORR
LOG_MKTV_D	1.0000							
LN_ATIVO	0.8710*	1.0000						
MKT_BOOK_D	0.1638*	-0.0166	1.0000					
PAIS_APLIC_J V	-0.1118*	-0.0195	0.0445	1.0000				
SETOR_APLIC _JV	-0.2444*	-0.1807*	-0.0722	0.5527*	1.0000			
DISTR_DIVID	0.4993*	0.3700*	0.0615	-0.0091	-0.0793*	1.0000		
RL	0.5012*	0.5006*	0.0084	-0.0262	-0.0878*	0.2301*	1.0000	
PASSIVO_COR R	0.5807*	0.6801*	-0.0147	-0.0557	-0.1240*	0.2298*	0.7424*	1.0000
INT_MAIORIT	-0.2144*	-0.3224*	-0.0848*	-0.1807*	0.0149	-0.0439	-0.1567*	- 0.3201*

Os resultados são apresentados na tabela seguinte e, conforme se constata, as variáveis, com exceção da concentração acionista, apresentam-se como explicativas do valor de mercado das entidades.

Tabela 6. Coeficientes e significância (H2)

log_mkt_val_d	Coeficientes	T	P> t
In_ativ	.6707732	5.33	0.000
mkt_book_1t(n-1)	.0105492	2.05	0.043
país_aplica_JV	-.9422926	-41.52	0.000
setor_aplica_JV	.3439983	77.09	0.000
distr_divid	.224311	2.80	0.006
RL	.000136	4.80	0.000
passivo_corr	-.0000302	-2.61	0.010
int_maiorit	-.1207428	-0.74	0.460
N.º de observações = 623 ³	F(8,511) = 11.48; <i>p-value</i> = 0.0000		
N.º de grupos = 104	Adj R-squared = 0.9468 ⁴		

Destacam-se as variáveis aplica o JV em interação com o país e setor. Como se verifica na hipótese anterior existe uma associação positiva e significativa entre Portugal e a utilização do JV como critério de mensuração. A relação negativa encontrada neste modelo leva a interpretar que os investidores de empresas portuguesas penalizam essa prática, eventualmente por não confiarem em absoluto nos números contabilísticos apresentados. Este impacto do JV no valor de mercado das entidades pode ser interpretado, segundo Gonedes e Dopuch (1974) e Leftwich (1981), que as regras contabilísticas não estão associadas ao preço das ações, exceto quando têm impactos económicos. Neste caso pode-se depreender que a utilização do JV é percebido pelos investidores como instrumento de gestão de futuras consequências económicas negativas. Lourenço e Curto (2008) também encontraram uma relação negativa entre o preço das ações e um país (França), contudo essa diferença não se estendia ao impacto (positivo) da utilização do JV nesse preço. Soderstrom e Sun (2007) argumentam que as diferenças entre países quanto à relevância dos valores contabilísticos se devem a diversos fatores, designadamente características associadas às empresas, incluindo os sistemas legais e políticos do país onde a empresa reside.

A utilização do JV por setores (bens transacionáveis) parece ser bem acolhida pelo mercado, na medida em que se encontra uma relação positiva significativa. Como se analisou, esta prática não é dominante neste setor, pelo que se avança com a hipótese de existir uma percepção dos investidores de que, quando esta política contabilística é adotada, ela tem bases fiáveis e credíveis. Conceição (2009) testou a hipótese de que o setor financeiro seria mais propenso à utilização do JV, contudo não se assumiu como estatisticamente significativo. Já Christensen e Nikolaev (2013) associaram a utilização do JV ao setor imobiliário.

A variável (In_ativ), como *proxy* da dimensão, apresenta a relação positiva esperada e estatisticamente significativa com o preço de mercado da entidade em linha com Watts e Zimmerman (1990), Conceição (2009), Quagli e Avallone (2010) e Christensen e Nikolaev (2013).

No que se refere à relação com a variável mkt_book_1T(n-1), confirma-se que o desempenho de mercado passado influencia a percepção dos investidores quanto ao valor das empresas. Estes resultados acompanham as conclusões de Beaver e Ryan (2000) de que existe associação e que o market-to-book fornece informação incremental.

³ A utilização do *lag* de um ano na variável Cotação, retirou da observação 104 dados correspondentes a um ano/empresa.

⁴ Obtido com o comando `areg x y, absorb(nr)`.

A relação positiva das variáveis resultado líquido e distribuição de dividendos com o valor do mercado pode ser explicada pela atratividade que os investidores têm em relação às entidades que apresentam maior RL e ser expectável maior distribuição dos dividendos. Estes resultados confirmam Ohlson (1995), que concluiu que as políticas de dividendos tinham uma relação positiva com o valor de mercado e com o valor contabilístico. Campbell e Robert (1998), no mesmo sentido, concluíram que os dividendos atuais têm uma relação positiva com o preço das ações no futuro.

O sinal negativo da variável (passivo_corr) pode justificar-se pela reação negativa do mercado ao envidamento das entidades. O valor da entidade pode ficar em causa devido a problemas de tesouraria e ter de recorrer a capital para honrar os seus compromissos. Esta relação negativa é consistente com os resultados de diversos estudos nomeadamente Kvall (2005), Selas (2009), Albuquerque *et al.* (2011) e Christensen e Nikolaev (2013).

Dos estudos referidos na bibliografia, apenas Filho *et al.* (2013) apresenta algumas semelhanças com o atual, diferenciando-se no âmbito do objetivo e da metodologia e concluíram que a avaliação pelo JV tem uma relação positiva com o mercado.

5. CONCLUSÕES

O objeto de estudo é investigar se existem fatores explicativos (características das entidades) que justifiquem a opção pelo modelo do JV como critério de mensuração e se essa opção tem impacto no valor de mercado das entidades.

A amostra é composta por 104 entidades, 35 portuguesas e 69 espanholas, abrange o período de 2007-2013, e classificadas sectorialmente em bens transacionáveis e não transacionáveis. Em Portugal 35% das empresas analisadas aderiram ao JV e Espanha apresenta uma adesão de 11%. Considerando o mercado ibérico verifica-se a adesão de 19% das empresas à mensuração pelo JV, sendo que 81% continuam a utilizar o CH, podendo-se deduzir que existe um comportamento diferenciado das entidades portuguesas em relação às espanholas, realçando-se o fator cultural.

Foi analisado, com um modelo de regressão multivariada *logit*, a existência de fatores de ordem interna e externa às entidades que influenciam a sua opção pela aplicação do método JV. Concluiu-se que as propriedades de investimento (natureza do ativo), o país de origem das entidades, o setor e a cotação passada das entidades são fatores explicativos da opção contabilística pelo modelo do JV.

As empresas portuguesas destacam-se pela utilização mais frequente do JV face às espanholas. O processo de normalização contabilística em torno das IAS procurou amenizar essas diferenças pugnando pela comparabilidade da informação financeira. Persistem contudo contextos diferenciados que podem explicar essas diferenças, já demonstradas em vários estudos, designadamente Christensen e Nikolaev (2013) e Fernandes *et al.* (2014).

A opção pelo JV e o setor de atividade também tem sido analisado em diversos trabalhos, tendo-se encontrado, em regra uma relação significativa. A comparação com Christensen e Nikolaev (2013), Oliver (1991), ou outros estudos, é prejudicada pela diferente agregação dos setores. Contudo prevalece a ideia da diferente importância de determinados ativos para setores específicos, o que justifica políticas contabilísticas consideradas mais adequadas para produzir informação relevante para o mercado.

Na segunda hipótese procurou-se analisar se a aplicação do JV influencia a percepção dos investidores quanto ao valor das empresas e se tal se reflete no preço das ações. Todas as variáveis consideradas no modelo são significativamente explicativas, com exceção da variável concentração acionista, que se esperava que apresentasse um sinal positivo.

Das variáveis analisadas destacam-se as relacionadas diretamente com o tema do estudo: a relação entre o valor de mercado e os países e setores, ambos cruzados com a aplicação do JV.

A relação negativa encontrada com a variável país_aplica_JV leva a interpretar que os investidores de empresas portuguesas penalizam o método mensuração pelo JV, eventualmente por não confiarem em absoluto dos números contabilísticos apresentados. Contrariamente à expectativa de influência positiva ou não influência desta informação na formação do preço das ações, esta relação negativa poderá ser interpretada como uma penalização da utilização de critérios de mensuração com o objetivo da gestão dos resultados. Desta forma os investidores descontarão no preço dos títulos o efeito de acréscimo esperado nesses resultados.

Já a utilização do JV ao nível setorial (setor bens transacionáveis) parece ser bem acolhida pelo mercado, na medida em que se encontra uma relação positiva significativa. As restantes variáveis de controlo [ativo (+), RL (+), *market_to_book* (+), dividendos (+) e passivo (-)] apresentaram os sinais esperados e fundamentados na apresentação das respetivas variáveis.

Considera-se que este estudo contribuiu para ampliar o conhecimento relativamente à aplicação de mensuração pelo JV nos ativos não financeiros das entidades, referente a dois países que fazem parte da União Europeia, tendo sido introduzido o fator cultural nesta análise.

BIBLIOGRAFIA

- Aboddy D., M. Barth e R. Kasznik (1999) Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK, *Journal of Accounting and Economics* 26, 149-178.
- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares e A. E. Haddad (2012) The value relevance of goodwill impairments: UK evidence, *International Journal of Economics and Finance*, 4, 4, 206-216.
- Albuquerque, F., C. A. Almeida e J. Quirós (2011) The impairment losses in non-financial assets: evidence from the Portuguese Stock Exchange, *International Journal of Business Research*, 11, 2, 42-52.
- Argilés, J. M., J. Garcia-Blandon e T. Monllau (2011) Fair value versus historical cost-based valuation for biological assets: predictability of financial information, *Revista de Contabilidad*, 14, 2, 87-113.
- Arrenga, A. A. (2012) *A escolha do modelo do justo valor na mensuração de Propriedades de Investimento*, Dissertação de Mestrado não publicada, ISCTE Business School - Instituto Universitário de Lisboa.
- Astami, E. W. e G. Tower (2006) Accounting-Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An international Empirical Test of Costly Contracting Theory, *The International Journal of Accounting*, 41, 1-21.

- Barreto, E. (2009) *A contabilidade a valor justo e a crise financeira mundial*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II.
- Barros, J. L. F. (2013) Estudo da Aplicação das Normas Contabilísticas de “Justo Valor” (“Fair Value”) nas Empresas Integradas no Portuguese Stock Index-20 (PSI-20), Dissertação de Mestrado não publicada, School of Economics & Management Lisbon.
- Barth, M. e G. Clinch (1998) Revalued financial, tangible and intangible assets: associations with share prices and non-market-based value estimates, *Journal of Accounting Research*, 199-233.
- Bastos, M. A. F. (2009) O Justo Valor como Instrumento de Alteração do Paradigma de Mensuração Contabilística, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.
- Beaver, H. e G. Ryan (2000) Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity, *Journal of Accounting Research*, 38, 1, 127-148.
- Benau, M. A. G. e A. Z. Grima (2002) El camino hacia el valor razonable, *Revista de Contabilidad*, 5, 9, 57-88.
- Campbell, J. Y. e J. S. Robert (1998) Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook, *Journal of Portfolio Management*, 24, 2, 11-26.
- Christensen, H. e V. Nikolaev (2013) Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? *Review Account Studies*, 18, 734–775.
- Conceição, L. C. P. (2009) *A Opção pelo “Justo Valor” como Método de Avaliação de Activos na Adopção das IAS/IFRS em Portugal - Uma Análise Exploratória*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Costa A. S. (2014) A adopção do justo valor nos ativos não financeiros – *Evidência Empírica de 2010 a 2012 de 5 países europeus*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Porto.
- Dinis, J. P. N. T. (2013) *O uso do Justo Valor na mensuração dos ativos fixos*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade Técnica de Lisboa.
- Drukker D. (2003) Testing for serial correlation in linear panel-data models, *The Stata Journal*, 3, 2, 168-177.
- Fernandes, J., C. Gonçalves, (2014) A relevância do Goodwill e respetivas imparidades para o valor de mercado das empresas cotadas: o caso da Euronext lisbon; *Revista de Contabilidade e Gestão*, 15, 117-150.
- Fernandes, J., C. Gonçalves, C. Guerreiro e L. Pereira (2014) Perdas por Imparidades – fatores explicativos e impactos, TMS – Management Studies International Conference, Algarve, novembro, publicada no livro da conferência: *Perspetivas Contemporâneas em Gestão Financeira e Contabilidade, TMS Conference Series*.
- Ferreira, P. J. S. (2010) *Princípios de Econometria*, Bubok Publishing S.L..
- Ferreira, R. F. (2009) Contabilidade – Critérios Valorimétricos, *Revista TOC*, 110, 45-51.

- Filho, A. C. C. S., V. G. Martins e M. A. V. Machado (2013) Adoção do valor justo para os ativos biológicos: Análise de sua relevância em empresas brasileiras, *Revista Universo Contábil*, 9, 4, 110-127.
- Galera, A. N. (2005) Una propuesta para la aplicación de los modelos de valoración de las normas internacionales a los activos de las entidades públicas españolas, *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34, 126, 637-661.
- García, F. J. M. e F. S. Fernández (2007) El valor actual neto como modalidad de fair value: Hacia un mayor grado de relevancia de la información financiera, *Partida Doble*, 185, 20-29.
- Gómez, O., B. Hoz e M. López (2011) Valor razonable como método de medición de la información financiera, *Revista Venezolana de Gerencia*, 16, 56, 608-621.
- Gonçalves, R. e P. Lopes (2014) Firm-specific determinants of agricultural financial reporting, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 470-481.
- Gonedes N. e N. Dopuch (1974) Capital Market Equilibrium, Information Production, and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work, *Journal of Accounting Research*, 12, 48-129.
- Gouveia, J. B. (2009) Para um debate saudável: custo histórico versus justo valor, *Revista TOC*, 113, 28-31.
- Guimarães, J. F. C. (2000) A contabilidade ao “justo valor”, *Semanário Económico*, 713, 18.
- Guimarães, J. F. C. (2008) A Crise Financeira e o “ Justo Valor ” na Contabilidade e na Auditoria, *Revista Electrónica INFOCONTAB*, 37, 1-7.
- Guimarães, J. F. C. (2011) Os Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (POC vs SNC), *Revisores e Auditores*, 55, 28-44.
- Hosmer, D. W., S. A. Lemeshow e J. Klar (1988) Goodness-of-fit testing for the logistic regression model when the estimated probabilities are small, *Biometrical Journal*, 30, 911-924.
- Hosmer, D. W., S. A. Lemeshow e R. X. Sturdivant (2013) *Applied Logistic Regression*, 3, Hoboken NJ, Wiley.
- Kvaal, E. (2005) *Topics in accounting for impairment of fixed assets*, Series of Dissertations 3/2005, Norwegian School of Management: Department of Accounting, Auditing and Law.
- Landsman, W. R. (2006) Fair Value and Value Relevance: What Do We Know? Working Paper. University of North Carolina, Chapel Hill.
- Laux, C. e C. Leuz (2009) The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate, *Accounting, Organizations and Society*, 34, 826-834.
- Leftwich, R., (1981) Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements, *Journal of Accounting and Economics*, March, 3-36.
- Li J. e P. Kyu (2010) The Role of Fair Value Accounting for Investment in Securities: Evidences from the Chinese Stock Exchanged Market, *iBusiness*, 2, 409-414.

- López, M. C. P. (2005) *La influencia del valor razonable de los bienes inmuebles en el análisis de los estados financieros de la empresa inmobiliaria*, Granada, Editorial de La Universidad de Granada.
- Lourenço, I. e J. Curto (2008) The Value Relevance of Investment Property Fair Values, Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301683. Acedido em 10 de maio de 2014.
- Marques, M. (2007) O Justo Valor e sua Auditoria, *Revista Revisores e Auditores*, 37, 20-32.
- Muller, K. A., E. J. Riedl e T. Sellhorn (2008) Causes and Consequences of Choosing Historical Cost versus Fair Value, Pennsylvania State University, Paper. Disponível em <http://www3.nd.edu/~carecob/May2008Conference/Papers/RiedlMRS03062008.pdf>. Acedido em 22 de setembro de 2014.
- Nitta, K (2006) Does Dividend Policy Enhance Shareholder Value, *Financial Research Group, NLI Research Institute, march, 1-7*
- Ohlson, J. A. (1995) Earnings, book values and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Oliveira, L., L. Rodrigues e R. Craig (2010) Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange, *The British Accounting Review*, 42, 241-252.
- Oliver, C. (1991) Strategic responses to institutional processes, *Academy of Management Review*, 16, 1, 145-179.
- Palavecinos, B. S. (2011) Valor razonable: un modelo de valoración incorporado en las normas internacionales de información financiera, *Estudios Gerenciales*, 27, 118, 97-114.
- Pinto, J. A. P. (2013) *Contabilidade e justo valor*, Rodrigues, A. M. e T. C. Tavares *O SNC e os juízos de valor - Uma perspectiva crítica e multidisciplinar*, Coimbra, Edições Almedina, S.A., 13-16.
- Pregibon, D. (1980) Goodness of link tests for generalized linear models, *Journal of the Royal Statistical Society, Series C (Applied Statistics)*, 29, 1, 15-24.
- Quagli, A. e F. Avallone (2010) Fair Value or Cost Model? Drivers of Choice for IAS 40 in the Real Estate Industry, *European Accounting Review*, 19, 3, 461-493.
- Ramsey, J.B. (1969) Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis, *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological)*, 31, 2, 350-371.
- Rua, S. C. (2013) A problemática determinação do justo valor dos ativos, *Revista TOC*, 159, 48-51.
- Sá, A. L. (2008) Justo valor e crise nos mercados, *Revista TOC*, 103, 32-33.
- Selas D. (2009) The value relevance of investment property fair value; Dissertação de mestrado não publicada; Nova School of Business and Economics (NSBE).
- Silva, P. J. F. (2010) *Efeito da aplicação da Norma Internacional de Contabilidade N.º 38 – Activos Intangíveis – na Península Ibérica*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Aveiro.

- Soderstrom, N. e Sun, K. (2007) IFRS adoption and accounting quality: a review, *European Accounting Review*, 16(4), 675–702.
- Soto, J. H. (2012) *Moeda, Crédito Bancário e Ciclos Econômicos*, 1.ª edição, São Paulo Brasil, *Instituto Ludwig von Mises Brasil*.
- Strong, J. e J. Meyer (1987) Asset write-downs: managerial incentives and security returns, *The Journal of Finance*, 42, 3, 643-663.
- Suárez, J. A. e P. L. Fernández (2007) Las barreras a la expansion del valor razonable, *Revista de Contabilidad y Dirección*, 4, 147-164.
- Teixeira, S., S. Fernandes, C. Gonçalves e L. N. Pereira (2013) Justo Valor como Método de Mensuração: Opção das Empresas Cotadas na Euronext Lisboa, *XVII Congreso AECA*, [online] 1-16. Disponível em: http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xviicongresoaecca/cd/7a.pdf 7a>. Acedido em 29 de agosto de 2014.
- Watts, R. L. e J. L. Zimmerman (1990) Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective, *The Accounting Review*, 65, 1, 131-156.
- Whittington, G. (2008) Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View, *Abacus*, 44, 2, 139-168.
- Xu, W., A. Anandarajan e A. Curatota (2011) The value relevance of goodwill impairment, *Research in Accounting Regulation*, 23, 145-148.